

[2009.02.13]

收费公路：业绩稳定，支撑估值反弹

高速公路行业与估值

林园远 孙利萍
021-38676654 010-59312823
linyuanyuan@gtjas.com sunliping@gtjas.com

本报告导读：
➤ 08年是高速公路行业景气趋缓的一年。在09年经济下行背景下，由于高速公路公司弱市防守性强，因此对行业中业绩预期较好楚天及赣粤给予谨慎增持评级。

投资要点：

- **高速公路行业 08 年趋缓显著：**08 年，在雪灾、地震灾以及全球金融危机的拖累下，国内经济持续趋缓。经济是公路行业客货运输的支撑，因此在经济趋缓的背景下，2008 年公路行业出现显著趋缓。
- **行业景气度下半年下行显著：**受经济影响，行业整体景气度从 08 年下半年来逐步趋缓。截至 11 月份，旅客运输量及周转量同比分别下降 7.44%、9%，货物运输量及周转量同比分别下降 6.6%、5.9%。
- **上市公司业绩增速趋缓：**无论是车流量还是月度通行费收入，高速公路普遍于下半年起出现逐步下行，少数一些依旧保持增长的路段，也多为新开通、大修、改扩建完成不久等前期车流量基数较低的高速。
- **行业政策对高速公司利弊参半：**政府还贷性收费公路权益转让办法对权益转让进行了严格规范，其中规定权益转让时需评估及公开招标，这不仅减弱了上市公司以其背景获取资源的优势，还将提高其收购成本。此外，06 年禁令的解除有利于公路行业的后续投建，这可能会加速公路供给，给高速公路公司带来分流或贯通的影响；最后，《办法》为收费公路权益转让提供了法律依据，因此对于现金充裕，且有收购意愿的上市公司而言是实质利好。成品油税费改革，降低了车主的出行成本，对高速公路而言是正面偏利好。
- **公路行业持续高投资完善路网，对高速公路车流量影响有喜有忧：**我国的“五纵七横”主干线已基本完成，新建公路的赢利能力趋缓导致了资金的投入动力下降，08 年 8 月投资月增速甚至创下-10.5%的低点。但 9 月起，这种趋势被政府大规模基建投资所打破，其中尤以公路建设基础最薄弱的西部最为明显。投建的加速一方面将有助于发挥公路的网络效应，另一方面也新增了供给，使行业提前面临分流隐患。
- **09 年挑战加剧，但业绩稳定仍有保障：**无论是国内经济环境还是行业供需情况，09 年高速公路行业的车流量将面临一定的挑战，但不同于其他交运行业，高速公路行业的折旧多用车流量法，因此毛利相对稳定。预计楚天高速、赣粤高速、宁沪高速、山东高速 09 年的业绩分别为 0.36、0.96、0.32、0.4 元。
- **行业“中性”评级：**目前 A 股高速公路的估值水平略高于香港高速市场，但其相对于 A 股估值的折价确处于历史低位。因此如大盘上涨，则补涨的可能性较大。目前行业最大的风险在于经济下行对其的影响程度，维持行业“中性”评级。鉴于楚天及赣粤高速 09 年业绩仍有增长的可能性较大，因此维持高速公路行业配置建议首选赣粤高速和楚天高速。

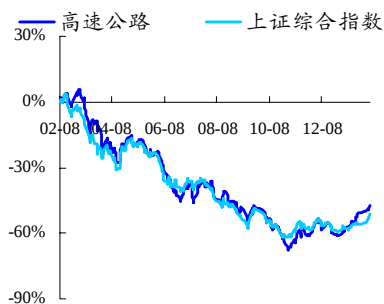
请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

公路管理及养护业

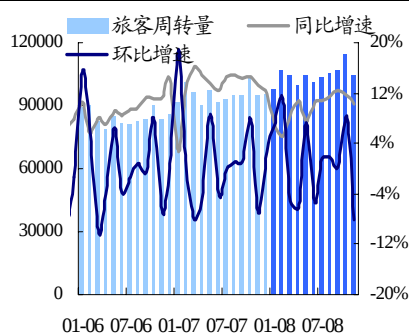
中性

高速公路与上证走势



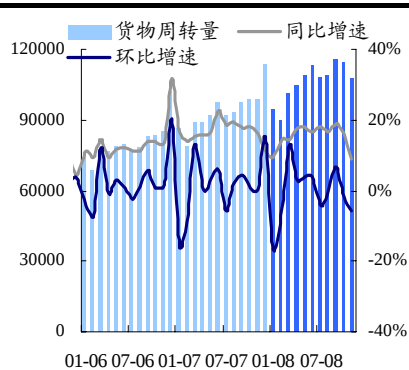
数据来源：WIND，国泰君安证券

旅客周转量



数据来源：交通部，国泰君安证券

货物周转量



数据来源：交通部，国泰君安证券

重点公司评级

楚天高速	谨慎增持
赣粤高速	谨慎增持
宁沪高速	谨慎增持
山东高速	谨慎增持

相关报告

高速公路：成品油价税费改革方案影响正面

(08.12.07)

高速公路：开征燃油税影响几何？

(08.11.20)

公路、铁路 11 月数据：行业景气度持续趋缓

(08.12.29)

目录

1. 08 年运营数据：受经济影响，下半年行业增速放缓	4
1.1. 行业整体下行显著：客运周转量和货运周转量情况	4
1.1.1. 经济趋缓显著	4
1.1.2. 公路行业景气度下行	4
1.2. 微观个体业绩呈现下行趋势：高速公路车流量放缓明显	5
2. 08 年行业政策解析	8
2.1. 政府还贷性收费公路的权益转让办法：扩展融资渠道	8
2.1.1. 政策背景：解决融资需求	8
2.1.2. 高速公路的影响：利弊参半	8
2.2. 成品油税费改革：总体偏正面	9
3. 公路行业投资状况：对公路路网的影响	9
3.1. 公路投资：08 年后后期逆势反弹	10
3.2. 路网不断完善对单个公路车流量影响：亦喜亦忧	10
4. 高速公路公司 09 年业绩展望	11
4.1. 09-10 年影响高速公路公司业绩的因素	12
4.1.1. 经济因素：高速公路趋缓的主导因素	12
4.1.2. 公路网、铁路等建设：行业竞争加剧	12
4.2. 09 年重点公司业绩预测	13
4.2.1. 09 年一季度：中西部地区的高速将有所表现	13
4.2.2. 09 年业绩预期：行业业绩稳定	13
4.3. 分红稳定	14
5. 市场表现及评级	15
5.1. 弱市防守，优于大市	15
5.2. 估值洼地，凸显补涨空间	16
5.3. 经济风险，维持行业“中性”评级	17

图表目录

图 1: 国内生产总值趋缓至 9%	4
图 2: 工业增加值趋缓至 12.9%	4
图 3: 出口增速放缓	4
图 4: 进口增速持续放缓	4
图 5: 旅客运输量	5
图 6: 旅客周转量	5
图 7: 货物运输量 12 月同比增长 23%	5
图 8: 货物周转量	5
图 9: 公路建设资金构成 (2007 年数据)	10
图 10: 公路投资额趋缓	10
图 11: 2008 年 1-11 月公路建设投资完成情况	10
图 12: 广靖锡澄的分流效应	11
图 13: 沪宁高速的分流效应	11
图 14: 预计 09 年经济形势将弱于 08 年	12
图 15: 弱市中的高速公路 (01-05 年高速公路市场表现)	15
图 16: 下跌过程中高速公路跌幅略低与上证综指	15
图 17: 上涨过程中高速公路尚未有表现	16
图 18: 高速公路公司相对 PE 水平	16
图 19: 高速公路公司相对 PB 水平	17
表 1: 重点公司车流量整体趋缓	5
表 2: 重点公司月度通行费收入趋缓显著	7
表 3: 贯通效应的历史借鉴	11
表 4: 重点高速公路公司 09-10 年面临的分流、贯通概况	12
表 5: 高速公路公司业绩及估值	13
表 6: 高速公路公司历史股息、分红率	14
表 7: 重点公司股息率预测	15

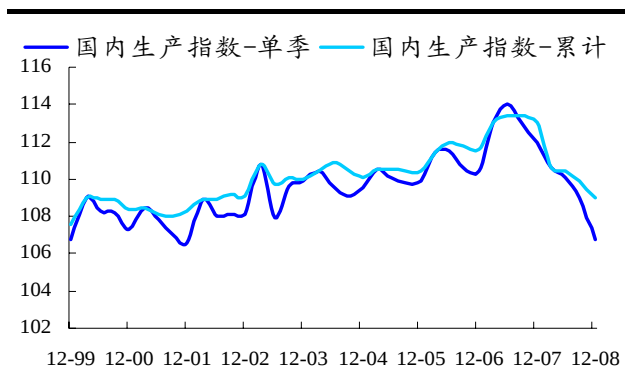
1. 08 年运营数据：受经济影响，下半年行业增速放缓

1.1. 行业整体下行显著：客运周转量和货运周转量情况

1.1.1. 经济趋缓显著

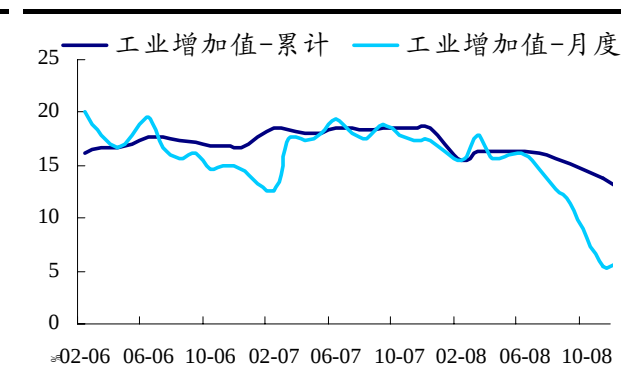
08 年，在雪灾、地震灾以及全球金融危机的拖累下，国内经济持续趋缓。尽管各国都积极的出台了各种救市政策，但直到年底，无论是国内生产总值、工业增加值，还是进出口总额都依然持续低迷。根据海关总署新公布的数据，09 年 1 月出口、进口增速同比分别负增 17.5%、43%，剔除节假日影响后，出口增速趋缓至 6.8%，而进口增速仍有 26.4%的负增长。

图 1：国内生产总值趋缓至 9%



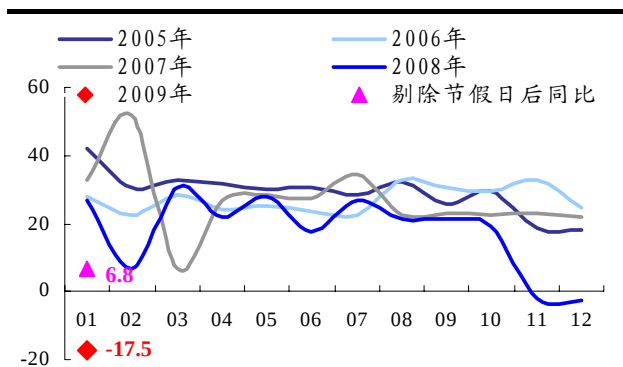
数据来源：中国统计局，国泰君安销售交易总部

图 2：工业增加值趋缓至 12.9%



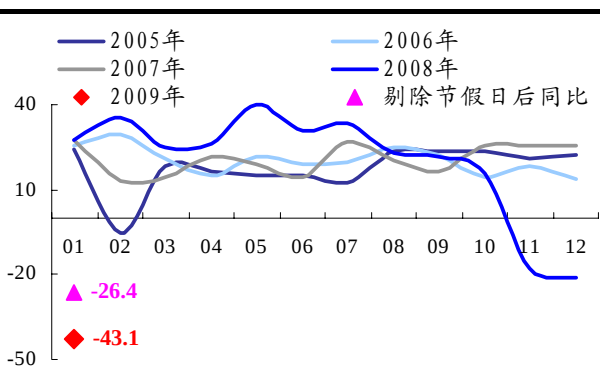
数据来源：中国统计局，国泰君安销售交易总部

图 3：出口增速放缓



数据来源：中国海关，国泰君安销售交易总部

图 4：进口增速持续放缓



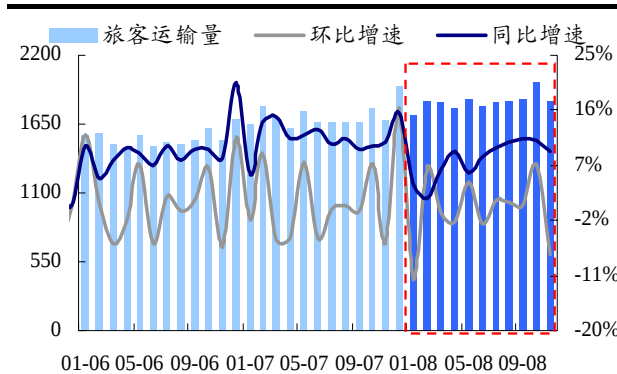
数据来源：中国海关，国泰君安销售交易总部

1.1.2. 公路行业景气度下行

经济是公路行业客货运输的支撑，因此在经济趋缓的背景下，2008 年公路行业出现显著趋缓。

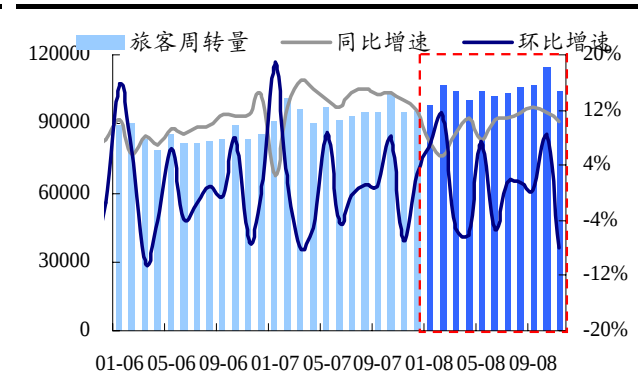
截至 11 月份，旅客运输量及周转量同比分别下降 7.44%、9%，货物运输量及周转量同比分别下降 6.6%、5.9%。从趋势上看，由于货物运输对经济的敏感度较强，旅客运输对特殊事件的敏感度较大，造成两者反映的时间及幅度略有不同。但总体而言，客货运输在雪灾、地震，以及金融危机的影响下，分别在 08 年 1-2 月、5 月、10-11 月出现明显趋缓。

图 5: 旅客运输量



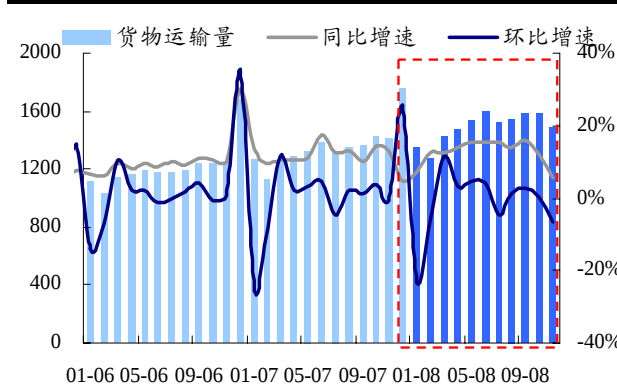
数据来源：中国统计局，国泰君安销售交易总部

图 6: 旅客周转量



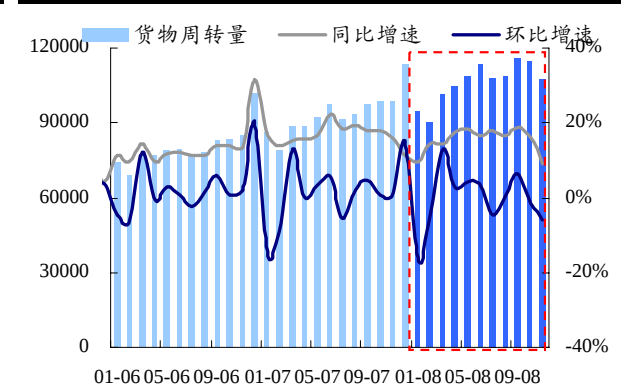
数据来源：中国统计局，国泰君安销售交易总部

图 7: 货物运输量 12 月同比增长 23%



数据来源：中国统计局，国泰君安销售交易总部

图 8: 货物周转量



数据来源：中国统计局，国泰君安销售交易总部

1.2. 微观个体业绩呈现下行趋势：高速公路车流量放缓明显

由于经济增速的持续放缓，货物流动和旅客活动的相对减弱，高速公路的车流量也出现明显的放缓迹象。正如我们在几家重点跟踪的上市高速公路公司车流量数据中所看到的，08年多数公司都已出现一定程度的同比负增局面，少数一些依旧保持增长的路段，也多为新开通、大修、改扩建完成不久等前期车流量基数较低的高速。

表 1: 重点公司车流量整体趋缓

单位: %		11/07	12/07	1/08	2/08	3/08	4/08	5/08	6/08	7/08	8/08	9/08	10/08	11/08	12/08
深高速	梅观高速	5	-0	-2	-8	-4	-10	-10	-8	-8	-13	-11	-4	-7	-4
	机荷东段	27	25	21	8	16	6	8	4	5	1	2	-2	-4	-4
	机荷西段	17	13	9	-4	8	6	6	-2	-2	-5	-4	-6	-10	-7
	盐坝高速	-5	-1	-2	-16	11	4	-10	-13	23	38	28	29	27	23
	水官高速	22	17	23	9	21	12	12	8	7	-2	-3	-1	-4	0
	水官延长段	15	11	15	0	12	4	3	-2	1	-6	-8	-4	-5	-1
	长沙环路	25	15	-30	-23	12	14	5	-2	-8	2	-8	3	-7	6
	武黄高速	-1	-4	-13	-16	8	12	5	6	3	-0	-10	-9	0	0
	南京长江三桥	54	26	13	3	11	16	9	28	20	13	4	-3	-1	5

	阳茂高速	17	16	31	-21	-17	3	-4	-7	2	38	9	-1	3	-3
	广梧高速	19	16	29	3	4	12	2	1	-4	-5	-2	-3	3	9
	江中高速	33	29	33	17	20	22	19	14	15	10	9	2	0	-2
	盐排高速	36	35	41	10	41	29	22	17	14	16	7	2	-9	-8
	广州西二环				132	77	72	59	52	53	49	43	37	29	32
	南光高速				新通车										
粤高速	广佛	-17	-15	-11	-11	-12	-16	-19	-23	-18	-22	-18	-20	-17	-15
	粤肇	12	13	18	11	10	16	7	6	8	5	5	3	2	3
	深圳惠盐	32	30	24	8	15	16	8	4	5	1	3	-0	1	1
	广惠	20	21	24	18	22	28	15	17	15	10	9	2	-1	-2
	茂湛	19	11	7	5	-7	38	5	-6	7	12	11	-4	3	2
	广珠东	17	14	13	9	11	9	8	5	6	-0	2	-5	-4	-15
	佛开	4	-4	10	-3	-3	-1	-7	-2	3	10	-9	-19	-15	-9
	江中高速	36	33	34	28	29	29	24	14	15	9	7	3	2	-0
宁沪高速	沪宁高速公路	14	9	-5	-10	0	3	2	-1	-2	-11	-10	-4	-7	-4
	锡澄高速公路	12	8	6	2	10	12	7	-1	-2	17	24	-4	-7	-16
	广靖高速公路	5	3	1	3	4	8	10	-9	-9	22	31	-11	-15	-6
	312 国道沪宁段	-0	-3	43	7	-14	-6	-2	-6	1	-11	-10	-10	-13	-21
	宁连公路南京段	-45	-36	-14	-14	-0	-5	-14	-14	-15	-22	-26	-28	-32	-36
山东高速	济青高速公路	37	24	16	8	24	29	21	16	20	11	-4	-4	-31	-15
	泰曲一级公路	-10	-2	39	4	10	5	12	17	-1	-2	-25	-3	21	-11
	济南黄河大桥	-1	20	32	113	-20	38	18	-11	1	-20	-36	-37	-33	-25
	滨州黄河大桥	-65	-65	-61	-20	-48	-50	-65	-69	-68	-67	0	0	10	34
	平阴黄河大桥	16	17	-7	-2	-18	-6	-16	-2	-24	-36	-38	-13	-34	-39
	济南黄河二桥	1	-1	9	80	84	99	114	123	133	124	122	110	81	68
	济莱高速公路				新通车										
成渝高速	机场高速公路				7	4	4	3	11	13	3	5	7	6	17
	城北高速	7	11	10	1	3	9	21	5	0	9	4	11	19	13
	成雅高速	1	7	8	1	2	5	0	3	1	1	3	3	5	6
	成渝高速	21	29	-2	19	-8	-7	-22	-5	-17	-6	-5	-5	-8	-3
现代投资	长永路	12	12	-8	-26	7	-4	-11	20	26	19	7	2	-2	-7
	长潭路	-39	-42	-61	-49	-44	-42	-43	11	10	6	11	9	4	9
	潭耒高速	-29	-34	-43	-40	-37	-34	-36	31	14	12	23	15	5	11
皖通高速	合宁高速公路	15	-11	-15	-18	-7	-1	-4	-5	11	1	7	-1	1	-4
	连霍公路安徽段	-8	-11	-17	-1	-4	-1	7	22	32	11	8	-1	-2	-11
	高界高速公路	20	10	-2	1	5	3	1	0	2	-5	-4	-10	-6	-11
	宣广高速公路	9	4	-8	-3	5	3	7	11	13	8	6	8	2	10
	宁淮高速天长段	0	0	32	19	26	23	28	15	14	3	9	4	19	22
	205 国道天长段	-49	-43	-22	-30	-19	-19	-21	-19	-19	-25	-31	-33	-35	-33
楚天高速	汉宜高速	9	12	-21	0	2	14	12	9	11	2	10	8	15	11

数据来源：公司网页，国泰君安销售交易总部（注：深高速水官延长段、南京长江三桥、广州西二环的车流量数据为日均自然交通流量数据）

车流量的数据可以反映高速公路公司的景气度，但由于目前并非所有的上市公司都采用折算全程统计口径，因此有的路段有所偏差。我们用月度通行费收入的同比增速来代替车流量，同样发现高速公路同比增速趋缓现象显著。

表 2：重点公司月度通行费收入趋缓显著

单位： %		11/07	12/07	01/08	02/08	03/08	04/08	05/08	06/08	07/08	08/08	09/08	10/08	11/08	12/08
深高速	梅观高速	-4	-10	-9	-14	-10	-16	-15	-15	-12	-17	-16	-5	-9	-7
	机荷东段	36	34	31	13	19	13	10	7	7	1	0	-1	-6	-5
	机荷西段	25	21	20	5	10	6	6	-4	3	-6	-7	-7	-13	-14
	盐坝高速	5	10	10	10	21	9	0	-3	20	25	21	19	19	16
	水官高速	26	20	25	7	20	10	10	6	7	-3	-6	-5	-8	-3
	水官延长段	11	8	11	-4	8	1	-0	-4	-0	-7	-10	-5	-6	-
	长沙环路	10	33	-24	-13	19	15	-4	1	-11	4	-1	6	-8	-4
	武黄高速	13	11	-4	-3	6	2	-0	-0	-1	-9	-8	-10	-9	-2
	南京长江三桥	52	41	11	-3	6	6	4	18	16	4	-6	-11	-11	-9
	阳茂高速	13	13	26	-14	-2	-8	-2	-15	-9	7	12	1	3	2
	广梧高速	19	16	22	4	5	8	-2	-5	-9	-11	-9	-8	-2	4
	江中高速	33	30	35	15	21	22	20	12	14	13	7	2	1	-8
	盐排高速	27	23	34	-1	30	21	20	15	15	13	1	2	-13	-8
	广州西二环				73	88	93	81	66	79	68	51	41	31	38
	南光高速				新通车										
粤高速	广佛	-14	-12	-12	-15	-17	-19	-20	-23	-21	-24	-24	-24	-20	-21
	粤肇	16	16	8	5	8	12	4	-2	3	-1	-2	-3	-3	-3
	深圳惠盐	23	22	15	-3	5	5	3	-5	-1	-5	-3	-4	-3	-3
	广惠	29	29	30	16	17	23	17	16	18	13	10	3	-6	-6
	茂湛	14	27	30	5	-14	2	3	7	6	8	8	4	5	-13
	广珠东	21	18	16	8	12	12	10	6	6	-1	-1	-1	-7	-9
	佛开	1	-2	3	-10	-16	-7	-11	-14	-9	-8	-12	-29	-25	-20
	江中高速	33	29	32	18	19	21	20	12	15	10	7	1	0	-2
山东高速	济青高速公路	28	20	15	10	17	11	15	20	2	-5	-3	-15	-19	-11
	泰曲一级公路	-7	-12	-13	-17	-22	-24	-33	-59	-61	-71	-63	-61	-53	-41
	济南黄河大桥	-17	-6	0	-5	-24	-11	-24	-9	-25	-36	-32	-16	-30	-20
	滨州黄河大桥	-57	-63	-57	-42	-60	-70	-73	-72	-75	-79	0	-61	-37	-8
	平阴黄河大桥	26	16	9	2	4	-4	-2	-10	-17	-29	-23	-19	-26	-19
	济南黄河二桥	26	17	16	17	22	15	20	22	8	-6	4	-6	-16	-11
	济莱高速公路				新通车										
成渝高速	机场高速公路	7	13	21	11	8	8	-57	-17	2	-6	2	-0	2	6
	城北高速	13	2	5	5	4	-0	-9	-2	5	2	4	-2	-1	14
	成雅高速	43	41	40	11	40	50	15	21	18	16	13	5	4	17
	成渝高速	67	76	31	6	17	6	11	-7	-2	-15	-15	-21	-22	-23
皖通高速	合宁高速公路	8	2	-15	-25	-4	1	1	-2	1	-8	-8	-10	-10	-2
	连霍公路安徽段	-5	-11	-30	-7	12	13	24	42	46	24	10	-2	-13	-12
	高界高速公路	16	16	-6	-16	10	5	7	4	4	-2	-4	-4	-4	-9
	宣广高速公路	8	3	-13	-12	4	12	14	11	14	7	6	5	2	4

	宁淮高速天长段	0	0	41	11	33	24	18	14	13	-1	7	18	21	26
	205 国道天长段	-43	-41	-30	-40	-26	-29	-29	-28	-26	-34	-41	-43	-43	-42
赣粤高速	昌九高速	15	14	-6	-14	17	12	31	31	33	26	2	0	-7	-6
	昌樟高速	16	14	5	-13	14	8	12	8	11	5	4	3	-4	-1
	昌泰高速	23	22	11	-17	8	-0	5	-4	1	-4	-7	-6	-11	-13
	九景高速	46	27	-24	-13	20	20	15	15	14	12	11	5	1	8
	银三角互通立交	25	11	41	-15	14	14	14	8	7	-1	1	-2	-10	-10

数据来源：公司网页，国泰君安销售交易总部

1、经济水波效应的弱变：由于东部地区受外贸的依存度较大，因此经济下行时首当其冲的是东部地区，然后才波及到中西部地区。但相比与历史，这种波及效应在时间上有所缩短，在空间上有所放大。比如，在此次经济危机中，东部地区高速公路的运营数据于 08 年二季度开始逐步趋缓，到三四季度出现同比负增的局势，而中西部地区也即在随后的 1-3 个月内出现了趋缓现象，且波及范围甚广。

2、12 月高速公路公司的下行度有所放缓：08 年三四季度是各高速公路公司下行趋势最为显著的时段，但到 12 月份这些公司的车流量或通行费基本上都有所回稳。我们认为，这可能是受春节前货运增多的影响。预计一季度，在去年雪灾基数较低的基础上，因会有有所的表现。

2. 08 年行业政策解析

08 年公路行业主要的行业政策为 9 月出台的《收费公路权益转让办法》，以及 12 月公布的《成品油税费改革》。前者解除并规范了 06 年对政府还贷收费公路权益转让的禁令，后者降低了车主的出行成本，并表示未来将陆续取消二级公路收费。

2.1. 政府还贷性收费公路的权益转让办法：扩展融资渠道

2.1.1. 政策背景：解决融资需求

政府还贷性收费公路权益转让在实际运作中曾出现了众多诸如国有资产流失、乱收费等负面问题，因此 06 年底政府曾暂停了政府还贷性收费公路的权益转让政策。

但在公路建造资金方面，一方面按规划，我国公路交通仍需继续加快发展，未来资金需求较大；另一方面《收费公路管理条例》又明确提出“公路发展应当坚持非收费公路为主，适当发展收费公路”。这意味着在公路建设投资中，必须尽可能地提高国家财政投入所占的比例。但事实是国家财政收入用于公路建设的资金不仅无法满足需要，而且缺口也越来越大。因此，收费公路权益转让实际是一种在公路建设资金不足情况下的融资手段。

2.1.2. 高速公路的影响：利弊参半

1、对行业的影响

此次颁布的《政府还贷性收费公路权益转让办法》，一方面对转受让主体、转让条件、程序及转让收入使用做了严格的规范，另一方面由于其解除了 06 年底的禁令，因此缓解了公路建设资金的需求紧张，从而有助于公路行业后期的继续投建。

2、对上市公司的影响

●**提前面临分流或贯通效应：**公路资金紧张度的缓减，可能导致后续公路建设进程的加速。而对于现有高速公路而言，如后续公路的投建与其平行，则会产生分流隐患，如与现有公路呈贯通状，则有助于增加其现有车流量。因此对上市公司而言是利弊参半的。

●**背景及成本优势的丧失：**《办法》规定对政府还贷性公路转让需经过评估、公开招标，不仅减弱了上市高速公司以其背景获取路产资源的优势，而且还将提高其收购成本。理论上，这点对上市公司而言是负面的，但实际情况如何还得看具体执行力度。

●**权益转让有了法律保障：**《办法》为收费公路权益转让提供了法律依据，因此对于现金充裕，且有收购意愿的上市公司而言，是实质利好的。

2.2. 成品油税费改革：总体偏正面

1.**降低车主成本：**方案规定，在成品油价下调的基础上，自 09 年 1 月 1 日起取消原在成品油价外征收的公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等六项收费，由此节约了车主的出行成本，对公路行业影响偏正面。

2.**取消二级公路收费政策：**取消二级公路收费政策从 2004 年起就已开始逐步实施，但由于许多二级公路离收回本金尚远，因此实际实施过程并不顺利，3 年来也仅经济相对发达的地区有部分取消收费的路段；2008 年底，政府在《成品油价税费改革方案》中，再次提出自 2009 年起将逐步有序取消已审批的政府还贷二级公路收费。据悉目前已有十四个省区市作为试点省份正在开展取消政府还贷二级公路收费的有关工作。

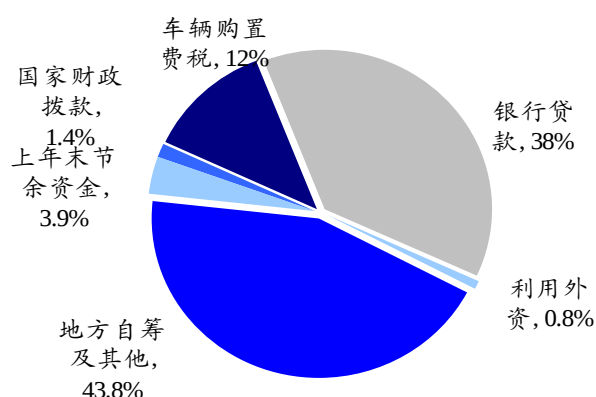
●**收费取消不会一蹴而就：**二级公路收费政策的取消，涉及到公路债务问题。由于目前依然处于收费的二级公路，许多依旧存在较重的债务负担，因此单纯依靠国家用拨款补助的方式来解决并不切合实际。目前较为可行的方法是确定试点省份，循序渐进取消收费。

●**对高速公路影响不大：**首先，由于高速公路的收费费率与二级路相差甚远，因此两者服务的客户有一定的差异性；其次，拥有与二级公路平行路产高速公路公司并不多，且即便有，也因其复杂的路况，而仅能分流短途客货运。因此我们认为二级公路收费取消对高速公路影响有限。

3. 公路行业投资状况：对公路路网的影响

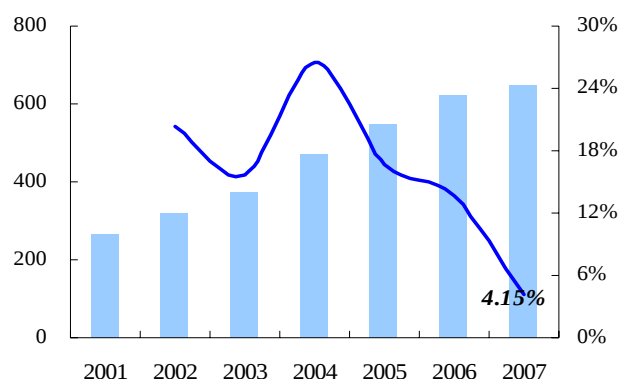
目前我国“五纵七横”主干线已基本完成，公路密度也由 95 年的 1205 公里/万平方公里，发展到 2007 年的 3733 公里/万平方公里。由于新建公路的赢利能力不如主干道，而我国又有近 80% 以上的公路建设资金来源于地方自筹及银行贷款，因此投资回报率的下降就导致了资金的投入动力逐步趋缓，到 2007 年全国公路投资额同比增速已降至 4.15%，且这种趋势一直维持到 08 年中旬，其中 8 月投资月增速甚至创下 -10.5% 的低点。随着经济危机的加剧，投资增速趋缓的趋势很快被我国政府大规模基建投资所打破。

图 9：公路建设资金构成（2007 年数据）



数据来源：国泰君安销售交易总部

图 10：公路投资额趋缓

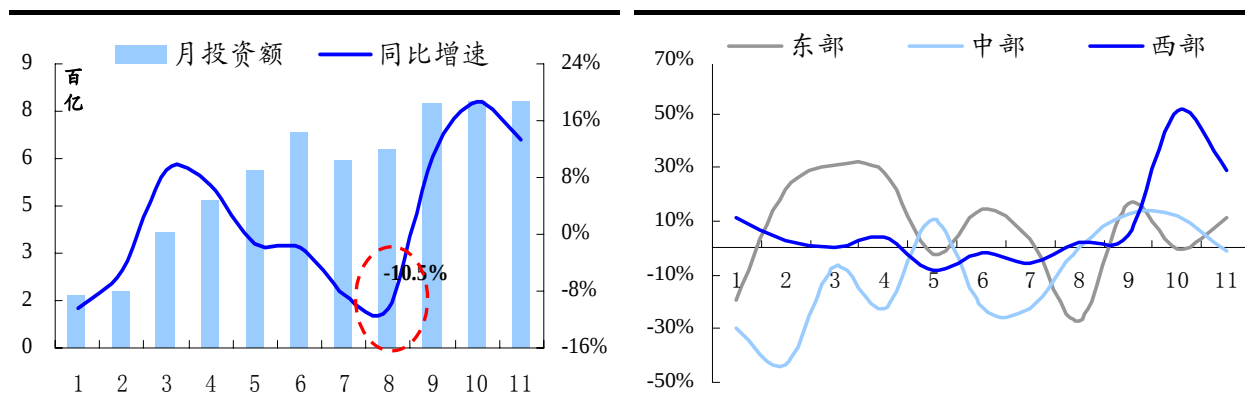


数据来源：交通部行业统计公报，国泰君安销售交易总部

3.1. 公路投资：08 年后期逆势反弹

交通部发布 2009 年交通固定资产投资 1 万亿元的投资目标，投资重点在农村公路和高速公路建设，其中用于 09 年高速公路的投资将达到 4000-5000 亿元，农村公路将达到 2000 亿元。由于东部地区的交运基础相对完善，因此未来这些资金对西部地区的拉动将相对较大。受此影响，2008 年 9 月后，公路投资建设同比增速反弹显著，其中尤以公路建设基础最薄弱的西部最为明显。

图 11：2008 年 1-11 月公路建设投资完成情况

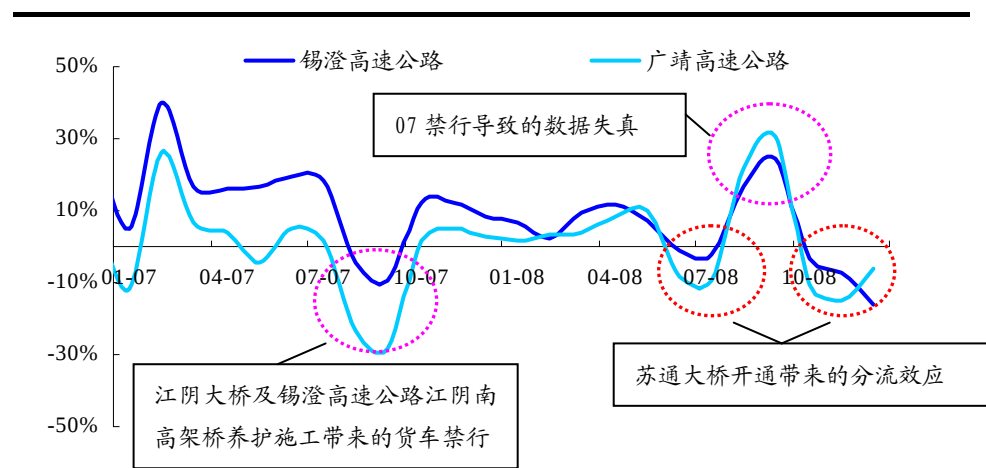


数据来源：交通部，国泰君安证券

3.2. 路网不断完善对单个公路车流量影响：亦喜亦忧

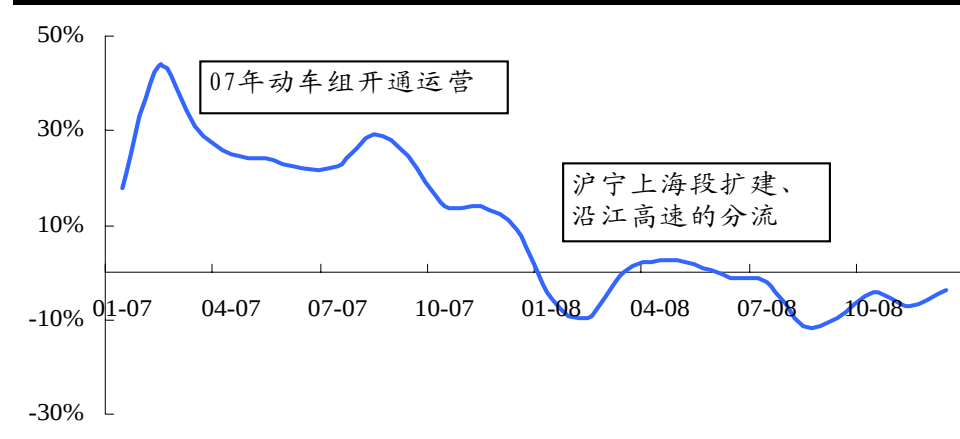
从路网完善方面来看，新建公路将逐步完善全国路网，有效发挥公路的网络效应，会增加现有路桥的车流量，但保障投资、加速投建，将可能使行业提前面临分流隐患。比如遂渝高速 VS 成渝高速，苏通大桥 VS 锡澄广靖的分流，以及未来武荆高速 VS 汉宜高速等，但是影响程度大小因路段位置而异。（现有高速公路 09-10 年面临的分流、贯通情况见表 4）

图 12: 广靖锡澄的分流效应



数据来源: 国泰君安证券

图 13: 沪宁高速的分流效应



数据来源: 国泰君安证券

表 3: 贯通效应的历史借鉴

年报数据	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008H1
昌樟、昌傅高速公路	113.10	161.11	290.04	368.97	453.82	550.15	278.58
增长率		42.45%	80.03%	27.21%	22.99%	21.23%	6.10%
昌泰高速公路		102.85	310.88	370.35	496.18	656.03	315.83
增长率			202.25%	19.13%	33.98%	32.22%	1.14%
九景高速					89.84	219.17	112.45
增长率						143.97%	5.61%

数据来源: 国泰君安证券

4. 高速公路公司 09 年业绩展望

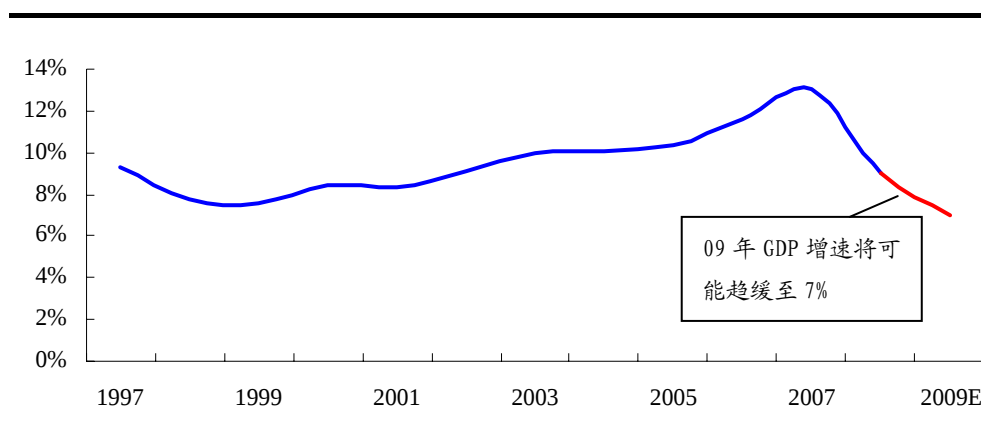
高速公路公司未来业绩受到三个大方面的影响: 一是整体经济环境对车流量影响; 二是周边新建高速公路或者是铁路的分流影响; 三是公路资产本身的大修、改扩建等行为对公司车流量影响。以下我们将对这几个方面进行重点剖析, 从而对 09 年的业绩做个初步判断。

4.1. 09-10 年影响高速公路公司业绩的因素

4.1.1. 经济因素：高速公路趋缓的主导因素

经济是高速公路的外部驱动因素，是此次高速公路公司营业额普遍趋缓的主导因素。尽管在投资与出口皆不景气的前提下，我国已经出台了一系列措施来刺激内需，但这些措施真正起作用还需一定的时间。08 年国内生产总值增速为 9%，而 09 年国家的目标是保 8 争 9，因此 09 年整体经济预期差于 08 年。按照我们债券研究员的分析，09 年我国 GDP 的增速将在 7% 左右，故仅从外部因素看，09 年高速公路公司整体车流量增速有进一步下行的趋势。

图 14：预计 09 年经济形势将弱于 08 年



数据来源：国泰君安证券

4.1.2. 公路网、铁路等建设：行业竞争加剧

我们主要跟踪的高速公路公司 2009-2010 年有不少公司正在受到新增路的分流影响或即将受到分流影响，而不少公司将展开的大修及改扩建工程也将影响其 09-10 年车流量产生负面影响。

表 4：重点高速公路公司 09-10 年面临的分流、贯通概况

公司名称	路段	2009 年劣势	2009 年优势	2010 年劣势	2010 年优势
深高速	梅观高速	09 年扩建（4—8）	莞深高速 08 年中全线通车		
	盐坝高速		08 年 7 月市政道路深盐二通道主线完工带来的贯通效应		
	水官高速	09 年扩建			
粤高速	广佛高速	07 年 4 月-09 年扩建	扩建完工		扩建完工，全年营运
	佛开高速	09 年扩建			
皖通高速	安徽省北部高速公路网的				
	合宁高速公路	不断加密、06 年 8 月启动的 4 改 8 扩建工程	扩建完工		扩建完工，全年营运
	高界高速公路	07 年底开始的大修	完工		大修后全年营运
宁沪高速	广靖锡澄高速	苏通大桥分流			
	沪宁高速		沪宁高速上海段扩建完成、动车组及沿江高速分流效应的消化	沪宁高铁分流	

楚天高速	汉宜高速	武荆分流	沪蓉西贯通效应	贯通效应与分流的抵消效应
赣粤高速	昌九高速	济广高速安景段分流		
山东高速	济青高速	胶济铁路客运专线分流济青高速	济青专项维修支出减少	胶济铁路、德滨高速分流济青北线
成渝高速	成渝高速	遂渝高速分流	成都-昆明高速贯通	成都-贵阳高速贯通
	成雅高速			雅攀高速通车
	城北高速			广元-棋盘关通车

数据来源：国泰君安证券

4.2. 09 年重点公司业绩预测

4.2.1. 09 年一季度：中西部地区的高速将有所表现

客运方面：去年一季度的雪灾大大影响了公路行业的客货运输量，而今年春运期间一切正常，且本季度爆发类似灾况的概率很低，因此我们认为在客运方面一季度环比、同比将皆有上升的概率大；

货运方面：由于进出口数据依旧疲软，以及春节期间开工率低的原因，因此一季度行业货物运输环比下降的可能性大。此外，基于去年一季度的低基数，我们认为货运一季度回升的概率大，但具体仍需看 2-3 月经济走势是否会劣于预期。

上市公司：首先，由于去年南方地区 14 个省受雪灾的影响较大，因此地处于这些区域的高速公路公司的业绩将受益于 08 年的低基数；其次，尽管经济水波效应趋弱，但中西部地区的高速公路在饱和度及竞争度都弱于东部，因此这些区域的高速公司的业绩稳定性也高于东部；最后，鉴于以上两点分析，我们认为基于去年一季度的低基数，本季度现代投资、皖通、楚天、赣粤、成渝的车流量将可能有所表现。

4.2.2. 09 年业绩预期：行业业绩稳定

无论是国内经济环境，还是行业供需情况，09 年高速公路行业的车流量将面临一定的挑战，但不同于其他交运行业的是，高速公路行业的折旧多用车流量法（皖通 A 除外），再加上银行利率的下调，使 09 年整个行业业绩持平，或略微下降的概率较大。

基于对 09 年区域经济的假设，我们预计山东、赣粤、宁沪、楚天 09 年的业绩分别为 0.4 元、0.96 元、0.32 元、0.36 元。其中楚天业绩增长的可能性最高，但如果实际经济、或者贯通分流作用偏离我们预期，不排除业绩还有调整向下的可能。

表 5：高速公路公司业绩及估值

公司 A 股	DCF	股价	PB	PE			EPS			EV/EBITDA	PS
				2007	2008	2009	2007	2008	2009		
宁沪高速*		6.10	2.22	19.06	19.68	19.06	0.32	0.31	0.32	10.55	5.93
楚天高速*		4.71	1.88	16.38	15.16	13.03	0.29	0.31	0.36	14.56	6.26
山东高速*	6.1	5.34	2.16	15.26	15.26	13.35	0.35	0.35	0.40	16.79	5.88
赣粤高速*	4.4	9.44	1.75	10.04	9.83	9.83	0.94	0.96	0.96	12.72	4.63

福建高速	5.79	2.38	13.69	10.25	10.53	0.42	0.57	0.55	10.91	4.99
现代投资	14.90	1.90	10.08	9.51	8.91	1.48	1.57	1.67	11.42	3.87
中原高速	3.31	1.34	11.88	17.42	20.95	0.28	0.19	0.16	15.40	3.94
皖通高速 A	4.59	1.40	13.98	11.17	11.33	0.28	0.41	0.41	6.96	3.52
深高速	5.56	1.67	17.99	19.72	20.44	0.31	0.28	0.27	33.45	10.99
粤高速 A	4.75	1.80	12.18	12.50	11.99	0.39	0.38	0.40	15.83	5.55
华北高速	4.13	1.19	14.42	14.75	13.77	0.29	0.28	0.30	14.88	5.81
平均值		1.73	13.28	13.38	13.46					
H 股										
江苏宁沪高速	5.47	1.75	16.58	16.48	14.99	0.33	0.33	0.37	10.55	4.69
浙江沪杭甬	5.29	1.54	8.92	11.29	11.99	0.56	0.41	0.39	-	2.87
合和公路基建	4.48	1.14	6.66	11.20	11.49	0.67	0.40	0.39	9.99	7.75
深圳高速公路	2.66	0.75	8.00	8.82	8.53	0.31	0.27	0.28	20.88	2.18
安徽皖通高速公路	2.75	0.74	7.38	5.68	5.63	0.28	0.43	0.43	6.96	1.86
四川成渝	1.40	0.57	5.79	5.74	5.19	0.21	0.22	0.24	5.97	2.34
平均值		1.08	8.89	9.87	9.63					

数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券（蓝底*号为国泰君安预测值）

4.3. 分红稳定

稳定且高额的分红是高速公路的一大特征，它对应的是较高股息回报率。意味着持有公司的投资者，一方面能在市场较弱的时候，可以享受稳定的分红年收益率，规避风险，另一方面能在资本市场好转，通过出售股票享受股价上升带来的资本利得。

表 6 中的股息收益率为当年每股股利/区间股价所得，由于每股收益会影响到每股股利，因此 08-09 年的股息率将取决于公司经营业绩及股价。从历史分红数据看，平均分红率最高的是宁沪高速，分红波动最小的是深高速、粤高速；从经营业绩角度，我们认为 09 年身处中部地区的赣粤、楚天、皖通高速业绩稳中有增的概率大。通过对重点公司历史分红以及业绩预期的分析，我们预计 09 年依然能享有高股息收益率的有宁沪、赣粤。

表 6：高速公路公司历史股息、分红率

证券简称	股息率					分红率（税前）				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
粤高速 A	2.02%	2.46%	3.52%	3.79%	2.46%	71.43%	66.67%	61.54%	64.49%	61.54%
现代投资	1.48%	4.47%	—	3.82%	2.36%	71.43%	148.15%	—	54.29%	54.13%
华北高速	1.99%	3.99%	4.42%	4.51%	1.98%	62.07%	72.73%	72.73%	69.57%	55.94%
皖通高速	1.06%	1.62%	4.67%	4.27%	2.17%	35.09%	40.98%	70.53%	55.31%	64.10%
中原高速	6.85%	1.35%	1.64%	—	0.25%	163.45%	20.28%	18.95%	—	6.24%
福建高速	1.81%	4.74%	4.78%	4.91%	2.63%	40.21%	87.41%	82.82%	75.69%	59.10%
楚天高速	—	1.62%	2.06%	2.87%	1.89%	—	44.46%	70.00%	42.86%	55.63%
赣粤高速	1.96%	2.92%	2.22%	2.36%	1.25%	41.67%	42.55%	39.22%	21.28%	24.47%
山东高速	0.80%	2.50%	3.34%	2.86%	1.56%	28.78%	54.05%	63.73%	46.82%	45.09%
宁沪高速	1.33%	2.63%	2.27%	3.66%	2.57%	76.84%	88.36%	104.92%	84.86%	84.96%

深高速 2.46% 2.41% 3.11% 2.63% 1.27% 48.72% 49.55% 54.05% 50.78% 51.78%

数据来源：WIND，国泰君安证券

表 7：重点公司股息率预测

	股价	EPS			每股股利			08 年股息率	09 年股息率
		2007	2008	2009	2007	2008	2009		
宁沪高速	6.04	0.32	0.31	0.32	0.27	0.23	0.24	3.84%	3.90%
赣粤高速	9.29	0.94	0.93	0.96	0.23	0.23	0.26	2.48%	2.55%
山东高速	5.25	0.35	0.35	0.4	0.16	0.11	0.12	2.00%	2.27%
楚天高速	4.62	0.29	0.31	0.36	0.16	0.08	0.09	1.75%	2.03%

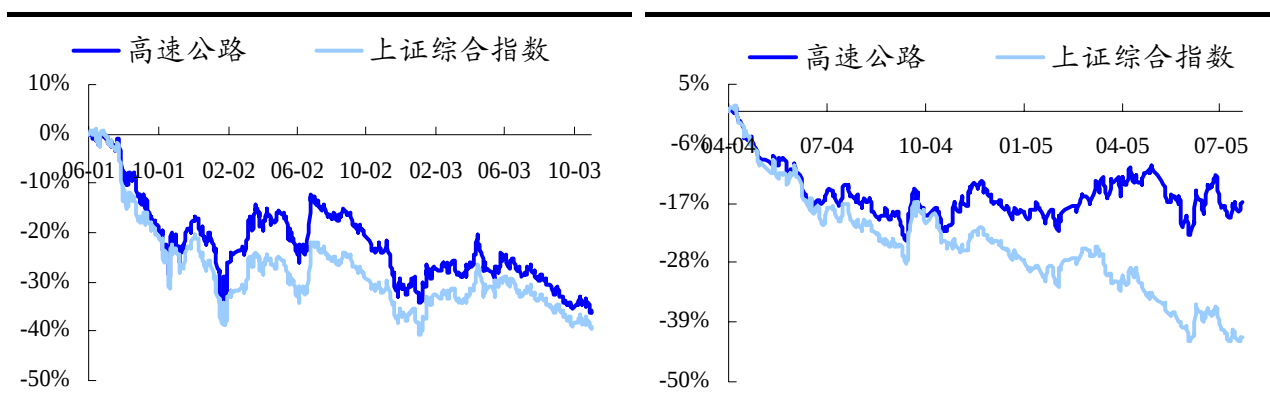
数据来源：WIND，国泰君安证券

5. 市场表现及评级

5.1. 弱市防守，优于大势

高速公路公司一直以稳定业绩、高分红率而在弱市中享有较高的防守性，这在历史上也有很好的证明。

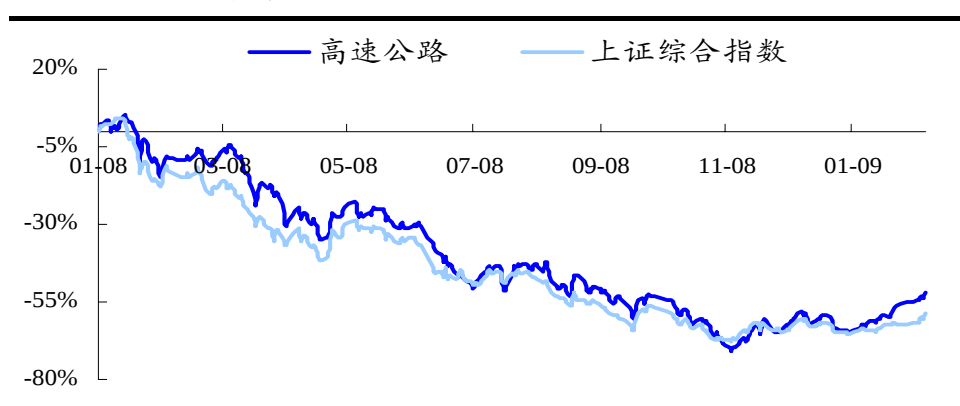
图 15：弱市中的高速公路（01-05 年高速公路市场表现）



数据来源：WIND，国泰君安证券

在 08 年初至今的下跌中，高速公路行业跌幅为 50%，而同期上证指数下跌了 57%，因此公路行业的防守性依旧。

图 16：下跌过程中高速公路跌幅略低与上证综指



数据来源：WIND，国泰君安证券

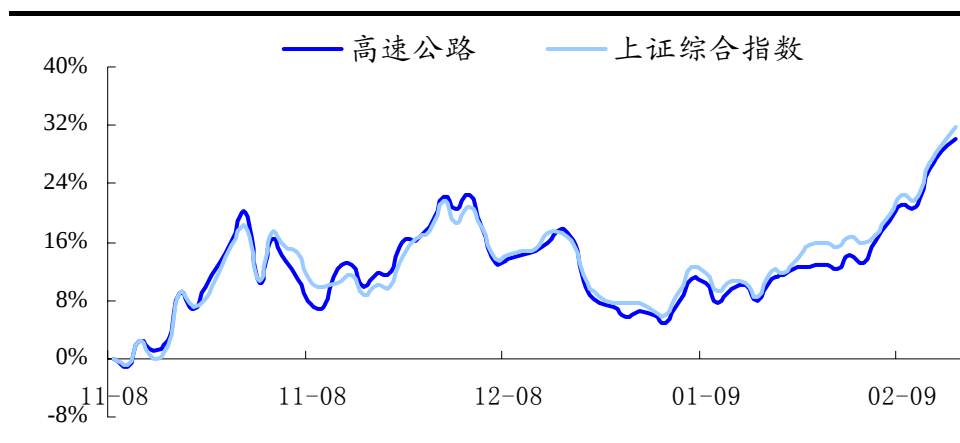
5.2. 估值洼地，凸显补涨空间

08 年 11 月后，上证指数上涨 31.7%，而公路行业则仅上涨 30%，成为大盘中少数几个跑输大盘的板块。从估值看，高速公路板块目前的 PE、PB 分别 16、1.8 倍，处于历史较低水平。

相对 PE 水平：在不考虑 09 年的业绩下降的情况下，高速公路市盈率仅为全部 A 股及沪深 300 的 0.86、0.9 倍（折价 14%、10%），该折价比率在历史上仅低于 06 年-07 年的那波牛市。但事实上 09 年 A 股的业绩会有较大幅度的下滑，而高速公路的业绩下滑度会弱于全部 A 股，因此实际 PE 折价率将高于现有水平。根据我们策略部的预测，假设 09 年的业绩同比下降 10%，则高速公路板块的 PE 水平将比全部 A 股折价 22%。

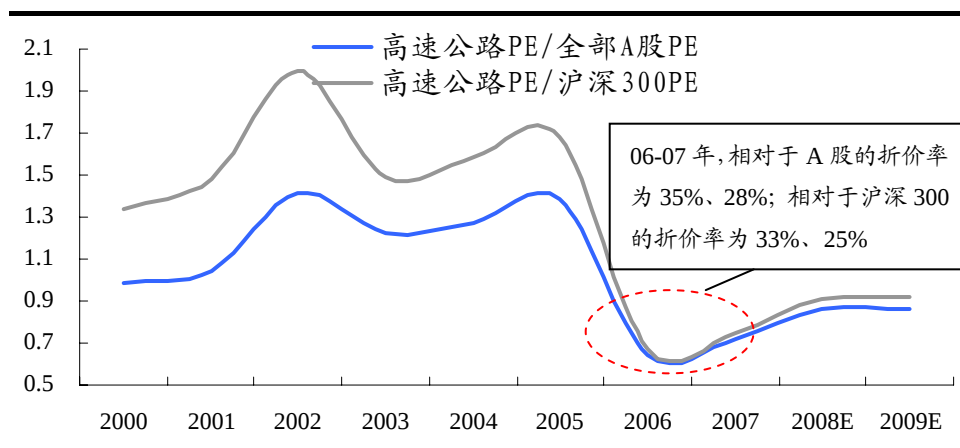
相对 PB 水平：假设以 08 年三季报为基准，则目前高速公路的 PB 水平为 1.8 倍，分别为全部 A 股及沪深 300 的 0.69、0.67 倍（折价 31%、33%），该折价比率仅低于 06 年-07 年的那波牛市。

图 17：上涨过程中高速公路尚未有表现



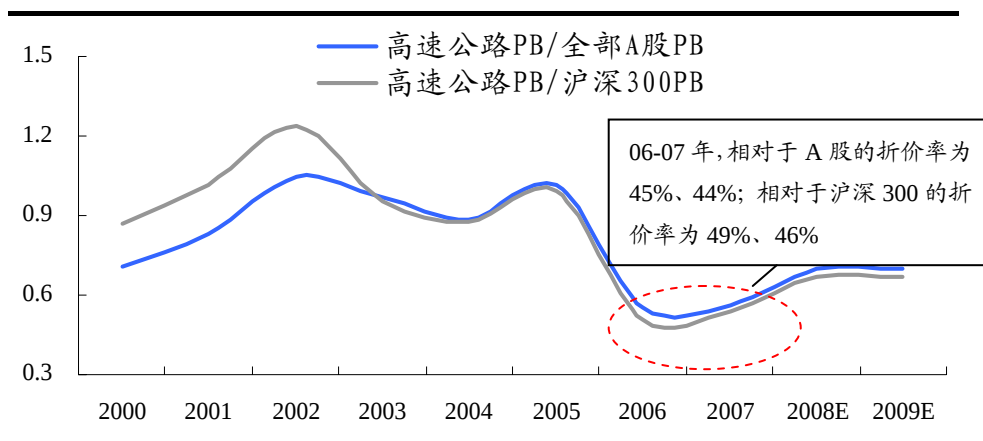
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 18：高速公路公司相对 PE 水平



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 19：高速公路公司相对 PB 水平



数据来源：WIND，国泰君安证券

5.3. 经济风险，维持行业“中性”评级

目前 09 年 A 股高速公路公司的平均估值高于 H 股市场，但却是 A 股中估值最低的板块。我们认为，如果后期大盘依旧上涨，那么 A 股高速公路行业存在一定的补涨空间，如大盘回调，则高速公路行业会因其抗跌性而凸显防御价值。

不过高速公路面临的重大风险，在于经济趋缓会在多大程度影响行业的车流量及收费额。通道中，鉴于高速公路公司是周期性行业中业绩波动相对较小的行业，再加上分红的保障，给予维持行业“中性”评级。

根据以上分析，具有股息收益优势的有宁沪、赣粤、皖通高速，具有业绩优势的有楚天、赣粤、皖通，具有成本优势的为山东高速。因此，我们继续维持赣粤高速、楚天高速、宁沪高速和山东高速“谨慎增持”评级，其中由于楚天及赣粤高速 09 年业绩仍有增长的可能性较大，因此维持高速公路行业配置建议首选赣粤高速和楚天高速。由于皖通高速尚未有过调研，因此对其并无评级，本期建议关注。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com